

Allianz Research

# Windsor Framework i agregaty monetarne USA

marzec 2023 r.



## Co obserwować:

**Ludovic Subran**  
Główny Ekonomista  
ludovic.subran@allianz.com

**Eric Barthalon**  
Szef Działu Badań  
Rynków Kapitałowych  
eric.barthalon@allianz.com

**Maxime Darmet**  
Starszy Ekonomista  
maxime.darmet@allianz-trade.com

**Aurelien Duthoit**  
Starszy Doradca  
Sektorowy  
aurelien.duthoit@allianz-trade.com

**Patricia Pelayo Romero**  
Ekonomista  
patricia.pelayo-romero@allianz.com

- **Windsor Framework na ratunek gospodarce** - Zniesiona niepewność może oszczędzić gospodarce Zjednoczonego Królestwa 2,5% inwestycji biznesowych i jedną trzecią punktu PKB w latach 2023-24.

- **Agregaty monetarne USA - Łabędzi śpiew?** Od marca 2022 roku podaż pieniądza w USA skurczyła się; ostatni raz taka sytuacja miała miejsce podczas Wielkiego Kryzysu.

## Windsor Framework: Oszczędność gospodarki Zjednoczonego Królestwa 2,5% inwestycji biznesowych i 0,3 punktu procentowego PKB

Unia Europejska i Zjednoczone Królestwo zawarły porozumienie w sprawie złagodzenia „twardej” granicy na Morzu Irlandzkim, co ułatwi handel między Irlandią Północną a resztą Zjednoczonego Królestwa. Od czasu brexitu bariery pozataryfowe, takie jak zwiększona biurokracja w urzędach celnych, znacznie utrudniają przepływy handlowe. W celu zachowania swobodnego przepływu osób i towarów w Irlandii i Irlandii Północnej (NI), Komisja Europejska (KE) i rząd Zjednoczonego Królestwa pod przewodnictwem premiera Johnsona zgodziły się na utrzymanie Irlandii Północnej na jednolitym rynku Unii Europejskiej. Oznaczało to „twardą” granicę na Morzu Irlandzkim między Irlandią Północną a resztą Zjednoczonego Królestwa. Jednak umowa nigdy nie została zaakceptowana przez twarde brexitowców ani DUP (unionistów z NI), a rząd Sunaka zbadał sposoby złagodzenia granicy, aby odwołać się do swojej bazy wyborczej.

**W opinii Allianz Trade Windsor Framework zmniejszy niepewność związaną z brexitem – brak porozumienia mógł spowodować utratę 2,5% inwestycji biznesowych i -0,3% PKB w latach 2023-24.** Zgodnie z umową Zjednoczone Królestwo zbuduje porty kontroli granicznej w portach północnoirlandzkich w celu uproszczenia procesów potrzebnych handlowcom w Brytanii do wysyłania niektórych towarów do Irlandii Północnej. Produkty zarejestrowane za pośrednictwem programu zaufanych handlowców i oznaczone jako przeznaczone do spożycia „wyłącznie dla Irlandii Północnej” będą swobodniej przepływać z Brytanii do Irlandii Północnej. Jednak pełna lista produktów, których dotyczą łagodniejsze zasady handlu, nie została jeszcze

opublikowana. Ogólnie rzecz biorąc, Windsor Framework sygnalizuje zdrowsze stosunki między Londynem a Brukselą, podczas gdy sprzeciw wobec umowy ze strony twardych brexitowców i członków DUP był jak dotąd stosunkowo wyciszony. W konsekwencji, przyszłe spory między Zjednoczonym Królestwem a Unią Europejską są mniej prawdopodobne, a co ważniejsze, ryzyko wycofania przez Unię Europejską umowy o wolnym handlu ze Zjednoczonym Królestwem – co było odległą możliwością za poprzednich rządów Zjednoczonego Królestwa – jest obecnie bardzo niskie.

Wykres 1: Inwestycje przedsiębiorstw w Zjednoczonym Królestwie i indeks ogólnej niepewności



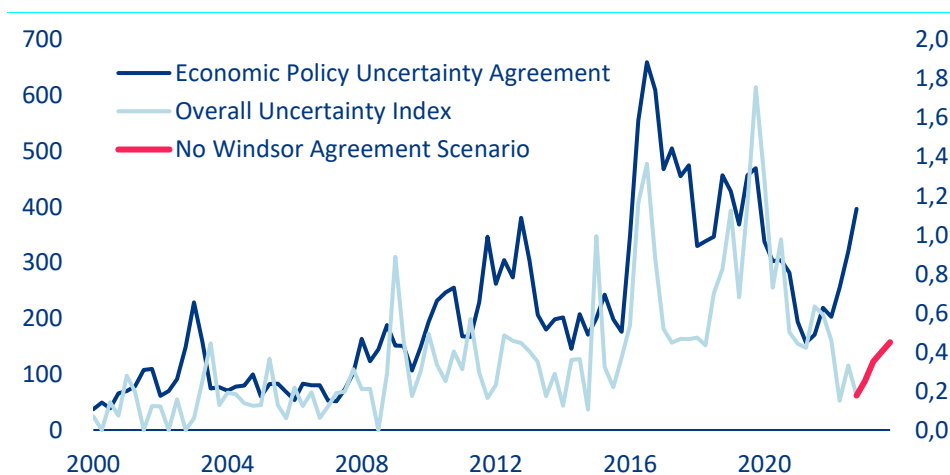
[Business Investment (GBP bn, quarterly) = Inwestycje biznesowe (mld GBP, kwartalnie); Overall uncertainty index (inverted) – rhs = Indeks ogólnej niepewności (odwrócony) – lewa skala]

Źródła: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Jednak Windsor Framework nie zmienia zasad gry z ekonomicznego punktu widzenia. Irlandia Północna stanowi tylko około 2% gospodarki Zjednoczonego Królestwa. Przepływy handlowe między Unią Europejską a Zjednoczonym Królestwem pozostaną mniejsze niż mogłyby być, gdyby Zjednoczone Królestwo pozostało w UE<sup>1</sup>. Jednak brak porozumienia mógł zwiększyć niepewność związaną z brexitem i odbić się na inwestycjach biznesowych, biorąc pod uwagę dominujący wpływ niepewności na wydatki kapitałowe (Wykres 1). Aby to zilustrować, Allianz Trade bada wpływ odnowionej niepewności związanej z brexitem na inwestycje biznesowe, korzystając z prostych ram statystycznych. Allianz Trade zakłada, że niepowodzenie w osiągnięciu porozumienia doprowadziłoby do wzrostu ogólnej niepewności do 2023 r. o około jedną czwartą wartości obserwowanej w 2016 r. (podczas referendum w sprawie brexitu, Wykres 2). W tym scenariuszu w Allianz Trade stwierdzamy, że poziom inwestycji biznesowych byłby niższy o -2,5% do 2024 r., zmniejszając PKB o -0,3% (bez uwzględnienia negatywnych efektów ubocznych). Z obliczeń Allianz Trade wynika, że spadek ogólnej niepewności w 2022 r. wsparł inwestycje biznesowe o ponad +1% (+0,1% PKB). Z drugiej strony gwałtowny wzrost niepewności spowodowany brexitem w 2016 r. spowodował spadek inwestycji biznesowych o -4,5%.

<sup>1</sup>Badanie przeprowadzone przez Aston University wykazało, że wymagania dotyczące unijnych norm bezpieczeństwa i higieny pracy zmniejszyły eksport Zjednoczonego Królestwa do UE o 15% w stosunku do scenariusza bez brexitu.

Wykres 2: Indeksy ogólnej niepewności i niepewności polityki gospodarczej Zjednoczonego Królestwa



[Economic Policy Uncertainty Agreement = Porozumienie w sprawie niepewności polityki gospodarczej; Overall uncertainty index = Indeks ogólnej niepewności; No Windsor Agreement Scenario = Scenariusz braku porozumienia Windsor]

Źródła: RefinitivDatastream, Allianz Research

## Amerykańskie agregaty monetarne: co się dzieje?

**Rekordowe zmniejszenie podaży pieniądza w USA oznacza katastrofę dla warunków finansowania w najbliższym czasie.** Po osiągnięciu rekordowego poziomu w marcu 2022 r., podaż pieniądza w USA (M2) spadła o 472 mld USD (tj. -2,2%), co było spowodowane wyłącznie kurczącą się bazą depozytową (-720 mld USD)<sup>2</sup>. W tym samym okresie M1 spadł jeszcze bardziej (-5,1%). W powojennej historii jest to wydarzenie wyjątkowe. To w większości wyjaśnia ostatnie spowolnienie wzrostu globalnej podaży pieniądza (z +8% r/r w marcu 2022 r. do 5,8% w styczniu 2023 r.). Jak dotąd spadek podaży pieniądza nie wynikał ze spadku akcji kredytowej banków. Jest to jednak najprawdopodobniej kolejny krok w obecnym cyklu zacieśniania.

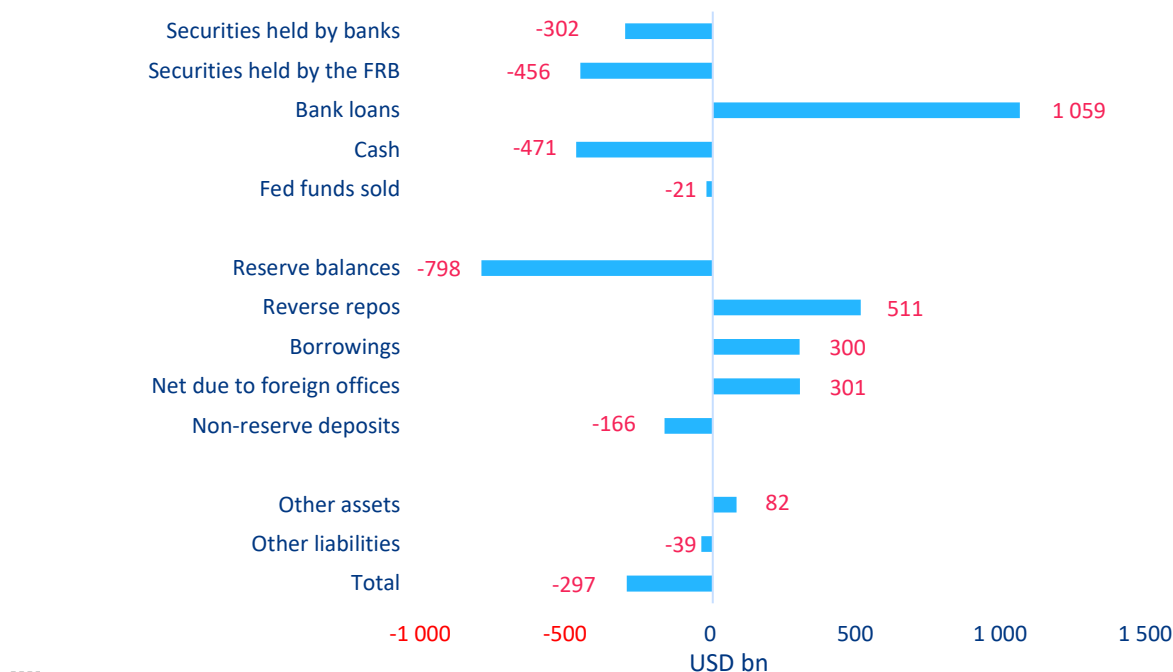
**Wpływ zmiany podaży pieniądza na akcję kredytową banków możemy wywnioskować, porównując zmiany aktywów i pasywów banków komercyjnych ze zmianami aktywów i pasywów Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych (Wykres 3).** Mówiąc dokładniej, od aktywów Rezerwy Federalnej USA odejmujemy niepieniężne zobowiązania banków komercyjnych po uwzględnieniu zmian w pieniądzu bazowym i bazie depozytowej banku w celu uzyskania odpowiedników monetarnych (których nie można zaobserwować w opublikowanych danych). Allianz Trade stwierdza, że kredyty bankowe wzrosły o 1,1 bln USD, ale zasoby papierów wartościowych banków komercyjnych i Rezerwy Federalnej skurczyły się o 758 mld USD. Po stronie aktywów systemu bankowego USA kredyty wzrosły o 1,1 biliona dolarów, ale papiery wartościowe banków komercyjnych i Rezerwy Federalnej skurczyły się o 758 mld USA. Banki komercyjne zazwyczaj sprzedają obligacje, kiedy mogą udzielać pożyczek, więc spodziewany jest taki rozwój sytuacji. Zasoby gotówki banków komercyjnych spadły o 470,7 mld USD. Te trzy czynniki razem wzięte wyjaśniają prawie dwie trzecie spadku agregatu M2 (z wyłączeniem detalicznych funduszy rynku pieniężnego)<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Szeroko rozumiany M2 obejmuje pieniądź bazowy (waluta w obiegu) (10,4% ogółu), depozyty bankowe (83,9% ogółu) oraz fundusze detalicznego rynku pieniężnego (które nie są zobowiązaniami banków ani Fed) (5,6% ogółu). Wzrosły zarówno fundusze walutowe, jak i detaliczne fundusze pieniężne (+41 mld USD i +207 mld USD).

<sup>3</sup> Saldo spadku agregatu M2 wynika z likwidacji pozycji między Rezerwą Federalną a bankami komercyjnymi oraz pozycji międzybankowych. Najbardziej zauważalny wśród nich jest spadek o 797,8 mld USD sald rezerw utrzymywanych przez banki komercyjne w Rezerwie Federalnej USA, ponieważ banki spłacają swoje transakcje reverse repo.

**W przyszłości znaczny spadek akcji kredytowej banków wydaje się nieunikniony w obliczu załamania agregatów monetarnych.** Od marca 2022 r. do stycznia 2023 r. kredyty bankowe rosły w tempie +11,6% w ujęciu rocznym, przy czym niektóre segmenty rosły jeszcze szybciej: +14,4% dla kredytów komercyjnych i przemysłowych, +12,1% dla kredytów na nieruchomości, +16% dla kart kredytowych. W kontekście zaostrzających się warunków udzielania kredytów tak wysokie tempo wzrostu raczej nie będzie trwałe. Już od listopada 2022 r. roczny wzrost kredytów spadł do +8,4%. Jednak przy rocznej stopie wzrostu wynoszącej +12,3% i +16,1%, kredyty na karty kredytowe i kredyty na nieruchomości (zwłaszcza nieruchomości komercyjne) nadal mają się dobrze.

Wykres 3: Kontrahenci amerykańskiego M2 (z wyłączeniem funduszy rynku pieniężnego)



[Securities held by banks = Papiery wartościowe posiadane przez banki; Securities held by the FRB = Papiery wartościowe posiadane przez FRB; Bank loans = Pożyczki bankowe; Cash = Gotówka; Fed funds sold = Fundusze Fed sprzedane; Reserve balances = Salda rezerw; Reverse repos = Transakcje reverse repos; Borrowings = Pożyczki; Net due to foreign Office = Netto z tytułu oddziałów zagranicznych; Non-reserve deposits = Depozyty nierezerwowe; Other assets = Inne aktywa; Other liabilities = Inne zobowiązania; Total = Ogółem; USD bn = mld USD]

Źródła: RefinitivDatastream, Allianz Research

<sup>1</sup> Saldo spadku agregatu M2 wynika z likwidacji pozycji między Rezerwą Federalną a bankami komercyjnymi oraz pozycji międzybankowych. Najbardziej zauważalny wśród nich jest spadek o 797,8 mld USD sald rezerw utrzymywanych przez banki komercyjne w Rezerwie Federalnej USA, ponieważ banki spłacają swoje transakcje reverse repo.

Jak zawsze, oceny podlegają poniższemu wyłączeniu odpowiedzialności.

### **OŚWIADCZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI**

Niniejszy dokument zawiera oświadczenia dotyczące przyszłości, takie jak prognozy czy przewidywania, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i które podlegają znanym i nieznanym ryzykom i niepewnościom. Rzeczywiste wyniki, dane czy zdarzenia mogą odbiegać znacząco od przewidywanych czy domniemywanych w takich oświadczeniach prognostycznych.

Różnice mogą wynikać ze zmian czynników, między innymi: (i) ogólnej sytuacji gospodarczej i konkurencyjnej w kluczowej działalności i na kluczowych rynkach Allianz, (ii) wyników na rynkach finansowych (szczególnie w zakresie zmienności, płynności, zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i wagi zdarzeń szkodowych, w tym w odniesieniu do szkód wynikających z katastrof naturalnych, a także zmian w kosztach szkód, (iv) trendów poziomów umieralności i zachorowalności, (v) poziomu odporności, (vi) poziomu braku płatności - szczególnie w segmencie bankowości, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, szczególnie EUR/USD, (ix) przepisów prawnych i regulacji, szczególnie podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym kwestii związanych z integracją i reorganizacją oraz (xi) ogólnych warunków konkurencyjnych w zakresie lokalnym, regionalnym, krajowym i/lub globalnym. Wiele z tych czynników może cechować się zwiększonym prawdopodobieństwem wystąpienia lub wyższą wagą skutków ich wystąpienia w przypadku wystąpienia ataków terrorystycznych i ich konsekwencji.

### **BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI**

Spółka nie jest zobowiązana do aktualizacji żadnych prognoz czy oświadczeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym raporcie, za wyjątkiem informacji, których ujawnienia wymagają przepisy prawa.

Allianz Trade stanowi znak towarowy służący do oznaczenia zakresu usług świadczonych przez Euler Hermes.